

债券市场收益率曲线倒挂预示我国经济放缓即将到来

洪图 郑晓亚 张俊远

(厦门大学, 福建 厦门 361005)

【摘要】欧美的历史经验表明, 历次国债收益率曲线倒挂总是先行于经济放缓。债券市场收益率曲线倒挂反映了经济个体的紧缩预期, 预示经济放缓。结合我国当前经济形势, 本文认为, 此现象意味着我国经济放缓即将到来。

【关键词】债券市场 收益率曲线 倒挂趋势

从2011年6月份开始, AAA级短融、中票的发行利差开始呈现缩小的趋势, 到了7月份, 短融、中票的发行利率相差无几, 9月份之后, 短融、中票的发行利率出现倒挂。无独有偶, 国债和政策性金融债的收益率曲线也分别于2011年6月份和8月份开始呈现平坦化(倒挂)的趋势。收益率曲线倒挂趋势成为了当前债券市场的一个重要现象。那么这一现象意味着什么? 是否传递着某种经济信号?

一、欧美的历史经验

从历史上看, 国债利率倒挂先行于经济放缓的现象并非今日才发生的特例, 这样的现象在美国曾经发生过多次。数据显示, 自1950年代中期以来, 在美国的历次经济放缓之前, 总会先行发生国债利率倒挂或平坦化, 而且先行时间不多于5个季度[1]。同样, 欧元掉期利率曲线也于2007年初开始呈平坦化趋势, 并在经济放缓(2008年底至2009年底)发生之前的2个季度内出现了倒挂(见图1)。

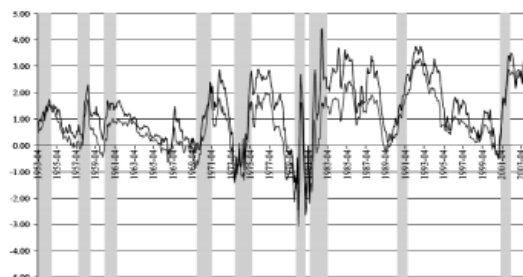


图1 美国国债收益率曲线倒挂与经济放缓
——10年期和1年期的美国国债利差
——10年期和3个月的美国国债利差
数据来源: 美国经济研究局(NBER)、美国联邦储备银行(FED)

图1 美国国债收益率曲线倒挂与经济放缓

二、为何收益率曲线倒挂预示经济放缓

在正常情况下, 短期利率应该低于长期利率。收益率曲线倒挂是短期利率上升、长期利率下降或短期利率上升速度高于长期利率而使得长短期利差缩小直至为负的结果[2]。根据供需原理, 收益率曲线倒挂可归咎于两方面因素: 第一、投资者的短期债券需求下降, 长期债券需求上升; 第二、融资者的短期债券供给上升, 长期债券供给下降。

前者说明了投资者投资长期债券的意愿高于投资短期债券。什么因素决定投资者的长短期资产配置? 假设投资期为10年, 可投资资产为1年期国债和10年期国债。在这样的情况下, 投资者可进行的投资方案是投资10年期国债或滚动投资1年期国债。如果投资者预期未来1年期国债收益率下降或者收益率的波动性提高(这意味着再投资风险提高), 那么投资者将会选择投资10年期国债。可见投资者对长期投资的意愿高于短期投资的行为意味着其预期短期债券收益率下降、再投资风险提高, 而资产收益率下降、再投资风险提高正是经济放缓的典型特征。

后者体现了融资方(企业或政府)对短期资金的需求甚于对长期资金的需求。以企业为例。如果是短融短投, 那么企业长期资金需求的相对下降意味着企业的固定资产投资意愿在降低, 或

者说明企业的资金链吃紧, 短期流动性风险使得企业提高了对短期资金的需求。如果是短融长投, 那么则意味着依靠短期融资的长期固定资产投资越来越不具有可持续性, 短融长投的财务风险在提高。因此从融资方来看, 收益率曲线倒挂意味着企业的长期固定资产投资规模将可能会大幅下降, 这同样预示着经济即将进入衰退期。

三、我国经济个体的紧缩预期趋强

相关投资者信心指数表明, 目前投资者对宏观经济的信心程度弱, 并呈下降的趋势[3]。制造业采购经理人指数自2010年11月起一路下滑, 至2011年6月已经达到悲观的临界点水平, 并持续至今。显然, 企业对未来经济形势也是信心不足。

经济个体的悲观态度源于当前宏观经济“内忧外患”的基本形势。“潮涌”式的过度投资以及金融危机以后大规模的经济刺激措施使得我国产能过剩的问题变得非常严重, 已经不可能再继续进行大规模的固定资产投资, 依靠投资来拉动经济增长的模式已经难以持续。同时, 过剩的产能急需有效的需求予以解决, 否则将会造成难以平复的困局。但是, 欧美主权信用危机的深入与扩散使得世界经济存在“二次探底”的风险, 外部需求疲软, 同时, 内需不足问题还未得到根本性的改善。此外, “刘易斯拐点”即将来临, 我国劳动力成本优势的丧失, 也给我国经济增长带来极大的挑战。这一切都表明我国经济放缓的风险正在提高。

另一方面, 宏观经济政策扩张空间有限, 使得经济个体的紧缩预期变得更加强烈。在经过此次金融危机的大规模经济刺激以后, 我国宏观经济政策扩张空间变得极为有限。在货币政策方面, 我国M2货币供应量已达到历史高位, M2/GDP的比例接近200%, 远超出欧美发达国家, 更重要的是当前CPI水平高企不下, 2011年6月份CPI同比上涨6.4%, 至2011年10月份为5.5%, 这使得央行不敢轻易大幅放开货币闸门来阻止经济紧缩。虽然在2011年11月底, 央行下调存款准备金率0.5个百分点, 但这是否意味着央行的政策空间有所改善, 还值得进一步观察。在财政政策方面, 2009年政府推出的4万亿投资计划使得地方政府的负债水平几乎翻了一番, 截至2010年末, 地方政府债务余额约10.7万亿元, 地方融资平台风险剧增。2011年7月发生第1例城投债违约事件, 引起债券市场的恐慌, 地方债发行利率大幅提高。显然, 财政支出的扩张空间也是非常有限, 政府不可能再次出台4万亿的大规模经济刺激方案。宏观经济政策空间的有限使得经济个体对未来经济走势的紧缩预期变得更加的强烈。

参考文献

- [1] 齐森. 我国利率互换收益率曲线的构建及实证模拟[J]. 世界经济情况, 2009(10).
- [2] 孙昊. 浅析美国收益率曲线倒挂对外汇市场的影响[J]. 中国外汇, 2006(08).
- [3] 林纯洁. 伯南克: 美国债收益率曲线平坦并不意味着经济增长将放缓. 北青网.

(责任编辑: 李娜)